

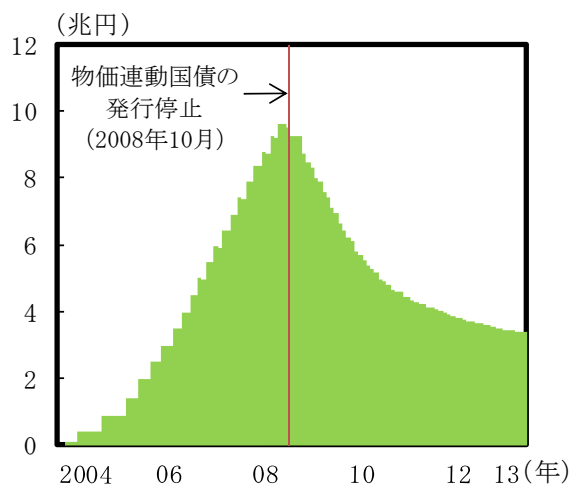
コラム2-2 物価連動国債の再発行と予想物価上昇率

市場の予想物価上昇率として利用されるブレイク・イーブン・インフレ率（BEI）の算出に用いられる物価連動国債の発行が2013年10月から再開された。我が国では、2004年3月の第1回債から2008年8月の第16回債まで物価連動国債が発行されていたが、リーマンショックの影響で需要が急速に減少したことなどから発行が停止され、発行残高の減少が続いている（コラム2-2図（1））。しかし、我が国がデフレ脱却に向かう中で、インフレに強い金融商品である物価連動国債への需要の高まりなどを受けて今回の発行再開に至った。

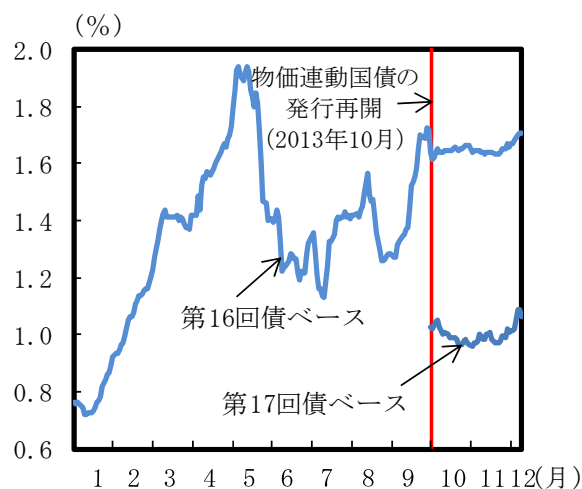
今回の新発債は、既存の物価連動国債とは元本保証の有無や残存期間が異なることなどから、BEIが非連続的な動きを示している。（コラム2-2図（2））。このことに加え、我が国の物価連動国債の発行残高が他の先進国と比べて小さく、市場流動性が低いこともあり、市場の予想物価上昇率の評価が難しくなっている。（コラム2-2図（3））。今後は、物価連動国債の継続的な発行を通じて市場の厚みが増大する中で、BEIに対する信頼性も次第に高まっていくと期待される。

コラム2-2図 物価連動国債の再発行と予想物価上昇率

(1) 物価連動国債の残高の推移



(2) 予想物価上昇率（BEI）

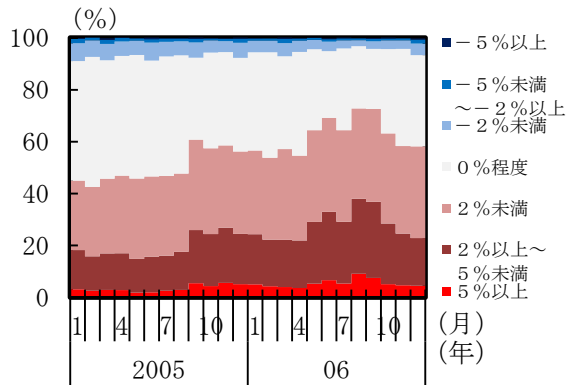


(3) 物価連動国債の比較

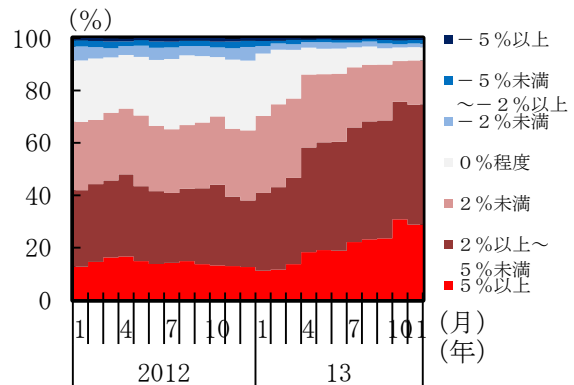
	日本	アメリカ	英国	ドイツ	フランス
発行時期	2004年	1997年	1981年	2006年	1998年
物価指数の種類	CPI(コア)	CPI	RPI	CPI(除たばこ)	CPI(除たばこ)
元本の保証 (デフレ時)	なし(旧)/あり(新)	あり	なし	あり	あり
発行残高	33,798億円 (2013年8月末)	9,364億米\$ (2013年9月末)	3,125億£ (2013年6月末)	520億€ (2013年10月2日)	1,686億€ (2013年8月末)
国債発行残高に 占める割合	0.4%	8.1%	23.0%	4.6%	11.7%

- (備考) 1. 日本証券業協会「公社債発行額・償還額等」、財務省「日本国債ニュースレター」2013年10月、Bloomberg などにより作成。
 2. (2)の予想物価上昇率は「国債利回りー物価連動国債利回り」、発行時期のペア国債ベース。
 3. (3)における英国のRPIは自国の小売物価指数、ドイツのCPIはユーロ圏のCPIを指す。フランスはユーロ圏のCPIと自国のCPIに連動する国債をそれぞれ発行している。なお、アメリカ、英国、ドイツ、フランスは市場性国債ベース。

(3) 消費動向調査の回答割合(2005~06年)



(4) 消費動向調査の回答割合(2012~13年)



- (備考) 1. 内閣府「消費動向調査」、日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」、日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」、株式会社QUICK「QUICK債券月次調査」により作成。
2. 「消費動向調査」は一般世帯(2人以上世帯)、「生活意識に関するアンケート調査」は個人に対する調査結果。
3. 「消費動向調査」の予想物価上昇率は、1年後の物価予想の各上昇・下落レンジに対する回答の加重平均。「生活意識に関するアンケート調査」及び「ESPフォーキャスト」の予想物価上昇率は、1年後の物価予想の平均値。「QUICK債券月次調査」の予想物価上昇率は、今後1年間の物価予想の平均値。「ESPフォーキャスト調査」は、2013年10月の結果を用いて消費税の影響を調整した。「QUICK債券月次調査」は、消費税の影響を含む。
4. 「消費動向調査」及び「生活意識に関するアンケート調査」は、訪問留置調査から郵送調査への変更などがあったため、数値の不連続が生じている。破線部(「消費動向調査」の2012年7月~2013年3月、「生活意識に関するアンケート調査」の2006年4月~6月)は、郵送調査による試験調査の参考値。

最後に、家計の予想の変化をより詳しく見るために、「消費動向調査」の回答割合を確認すると、2012年末から「0%程度」と回答する世帯が減少し、物価が上昇するという回答比率が高まっている(第2-1-7図(3)、(4))。物価上昇を見込む比率は、デフレ状況ではなくなった2006年年央と比較しても明らかに高い。

こうした動向を総合的に評価すると、我が国において、家計のデフレ予想は着実に解消しつつあると判断できる。

(企業のデフレ予想の改善にも広がり)

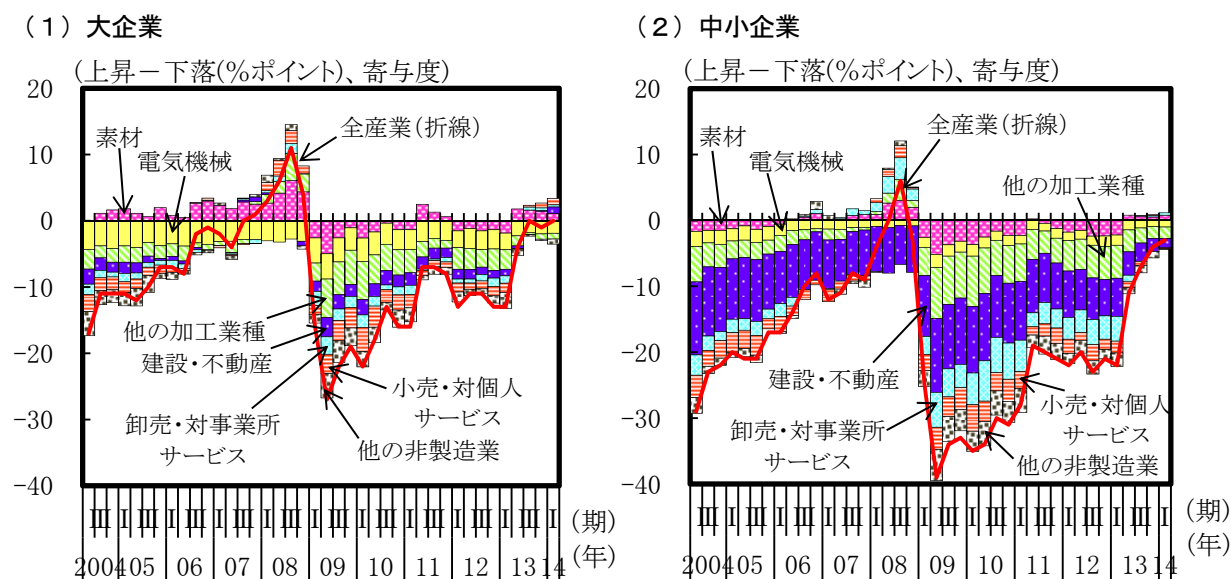
日銀短観によって、企業側の予想物価についても確認しよう。まず、企業の物価予想を示す販売価格判断DI(先行き)は、価格転嫁力や業種構成の違いなどを反映して、大企業よりも中小企業の方が低い傾向にある(第2-1-8図)。そのため、企業全体のデフレ予想の解消には、中小企業が将来の販売価格の見通しを引き上げられるような状況になる必要がある。そうした環境は、中小企業の需給バランスの改善が持続的に続くことによって実現できると考えられ、前述した資本労働DIの動向が重要である。

また、円安方向への動きによる仕入価格の上昇や大胆な金融政策などを背景に、販売価格

DI（先行き）は2013年に入ってから大幅に改善している¹¹。業種別に見ると、中国や韓国を始めとするアジア諸国との価格競争などを背景に「電気機械」はマイナス寄与の縮小が小幅なものにとどまっているが、それ以外の業種は、大企業と中小企業のいずれも幅広く改善している。規模別には、中小企業の改善ペースが大企業よりも速く、前述したように資本と労働の需給が引き締まっている建設業などが中小企業の改善に大きく寄与している。

第2-1-8図 短観の販売価格DIの寄与度

企業のデフレ予想の改善にも広がり



(備考) 1. 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」により作成。
2. 「先行き」についての回答割合。

(企業の予想形成に実際の物価動向が影響する傾向)

最後に、企業の予想物価と実際の物価の関係について、内閣府が2013年に実施した「企業経営に関する意識調査」の結果を利用して検討しよう。具体的には、予想物価に対応する「自社商品の向こう1年間の市場価格見通し」と、実際の物価に対応する「自社商品の昨年1年間の市場価格」の関係を確認する。

製造業と非製造業のいずれも、「自社商品の昨年1年間の市場価格」が上昇（下落）したと回答した企業は、「自社商品の向こう1年間の市場価格見通し」も上昇（下落）すると回答する割合が非常に高い（第2-1-9図（1）、（2））。すなわち、企業の予想物価は、実際の物価動向と同じ方向になるという傾向がある。これは、消費者物価との関係が強いと考えら

¹¹ 仕入価格の動きには注視が必要であるが、2013年6月頃から為替が落ち着いており、輸入物価を経由した仕入価格の上昇は徐々に収束に向かうことが見込まれる。

れる「最終消費財」と「一般消費者向けサービス」においても同様である（第2-1-9図（3）、（4））。

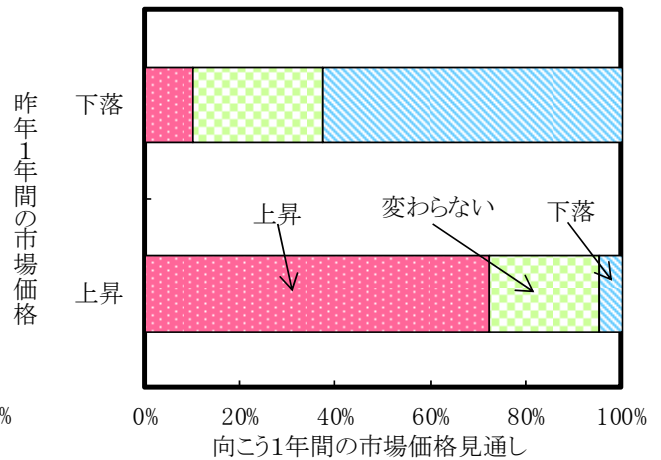
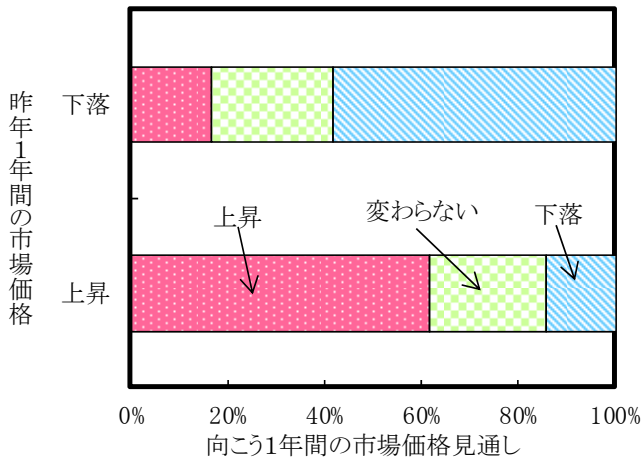
一般的には、企業の将来の物価見通しである予想物価は、実際の物価に先行するといわれている。しかし、以上の結果は、実際の物価動向が企業の予想物価に影響を及ぼすという側面があることを示しており、現実には両者は相互依存的な関係にあると考えられる。

第2-1-9図 市場価格の実績と見通しの関係

企業の予想形成に実際の物価動向が影響する傾向

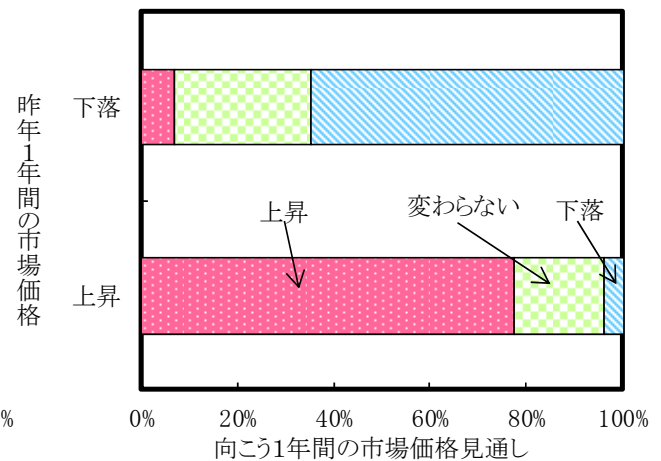
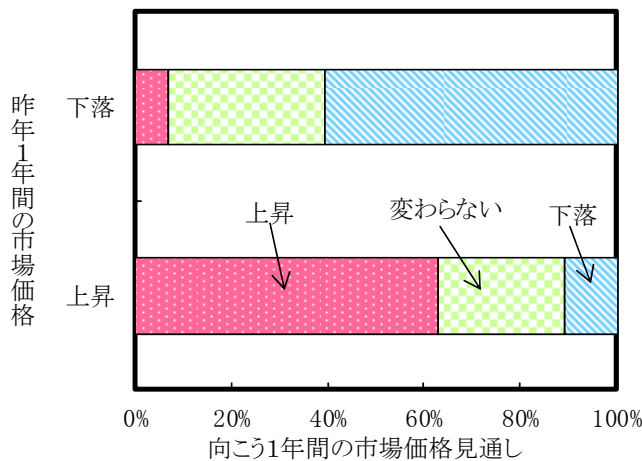
(1) 製造業

(2) 非製造業



(3) 最終消費財

(4) 一般消費者向けサービス



(備考) 内閣府「企業経営に関する意識調査」により作成。

コラム2-3 予想物価D I と収入の増え方

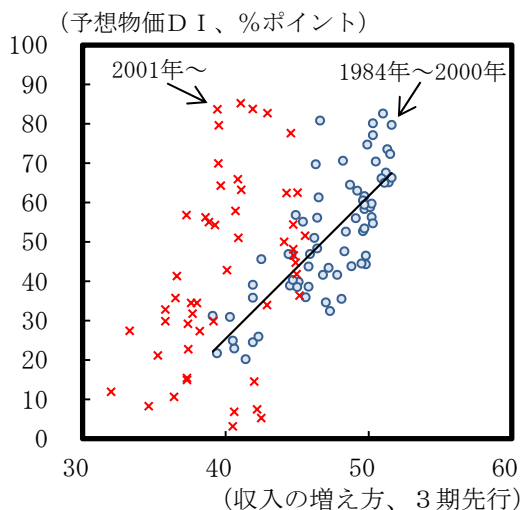
我が国がデフレから脱却するためには、予想物価上昇率が安定的にプラスで推移することが重要である。ここでは、予想物価上昇率の先行きを考えるために、物価の上昇を見込む世帯の割合から下落を見込む世帯の割合を引いた「予想物価D I」と、消費者態度指数の構成要素である「収入の増え方」の関係について検討しよう。

まず、月例経済報告においてデフレ判断がなされる前（1984年～2000年）は「予想物価D I」と「収入の増え方」に明確な正の相関が見られる（コラム2-3図（1））。実際の物価と賃金が相互に影響を及ぼすように、家計の物価と収入の予想にも同じような関係が確認できる¹²。なお、こうした関係はデフレ判断がなされた2001年以降に大きく弱まっている。次に、1984年～2000年について、「予想物価D I」と「収入の増え方」の時差相関係数を確認すると、後者が2～4四半期ほど先行している（コラム2-3図（2））。家計は、将来の収入に対する見方が改善（悪化）した後に予想物価を引き上げる（引き下げる）傾向にあり、予想物価上昇率の先行きを判断するために、「収入の増え方」の動向を点検することが有効な手段であった。

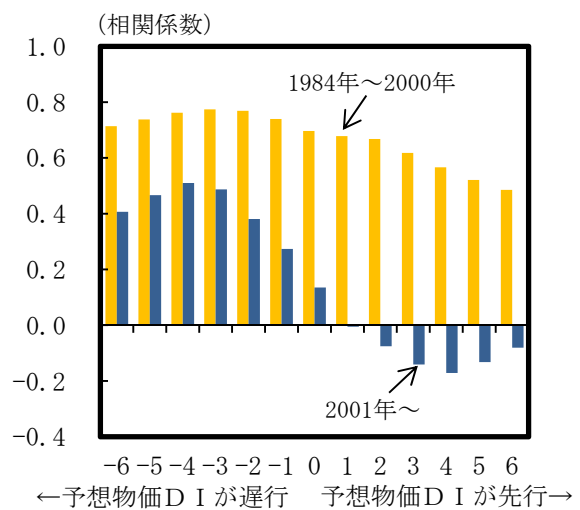
以上のことより、我が国の予想物価上昇率が安定的にプラスで推移するか見極める上で、企業業績の改善が家計の収入予想を引き上げ、それが物価予想の上昇を伴うような好循環が生まれているか確認することが重要だと考えられる。

コラム2-3図 予想物価D I と収入の増え方

(1) 予想物価D I と「収入の増え方」の関係



(2) 予想物価D I と「収入の増え方」との時差相関



(備考) 1. 内閣府「消費動向調査」により作成（一般世帯）。
 2. 予想物価D Iは、「上昇する」という回答割合から、「下落する」という回答割合を引いたもの。

¹² 賃金と物価の関係については、次節において分析している。